

# 央企混改在博弈中前行 中粮中钢双双进入实战

证券时报记者 李雪峰

一场旨在激发国企活力的自上而下的改革正在悄然推进。在这场被称为混合所有制改革(下称“混改”)的大戏中,各方力量参与其中展开多层次多维度的博弈。

## 中粮中钢混改进入实战

11月10日,奥瑞金 002701 披露拟参与中粮集团混合所有制试点改革,由此获得民营企业参与红筹国企改革的头筹。具体方式是,奥瑞金拟出资 16.16 亿港元受让中粮集团(香港)有限公司(中粮香港”)所持 H 股公司中粮包装 27%的股份。若双方一致同意调整股权转让方案,则奥瑞金可只受让中粮包装 25%股权,代价为 14.96 亿港元。

目前,中粮香港系中粮包装单一绝对控股股东,持股高达 60.15%,远高于中粮包装第二大股东 Capital Research and Management Company (CRMC)约 5%的持股比例(据中粮包装 2014 年报)。于是,上述交易完成后,中粮香港持股比例将最多降至 33.15%,维系控股地位,而奥瑞金则以 27%的持股比例晋级为中粮包装第二大股东,理论上具备向中粮包装董事会派驻代表董事的权利。

事实上,若奥瑞金仅充当中粮包装财务投资者而不参与其实际经营,则其既定的“发挥各方优势,实现共赢发展,提高公司盈利能力”的目标或难达成。

中粮包装今年中报显示,该公司董事会成员包括一名执行董事张新(兼任董事会主席、董事总经理),四名非执行董事胡永雷、宁高宁、周政、万早田及三名独立非执行董事傅廷美、郑毓和、阎焱。前述四名非执行董事均

具备中粮集团背景,若奥瑞金向中粮包装派驻董事,则该四名非执行董事中的部分成员或被取代,或者,中粮包装董事会将进行扩容。

上述交易的背景是,自中央层面确立央企混改战略后,央企在混改方面的实质性动作并不多见,尤其是涉及到有股权向民资转让,各央企的态度较为谨慎。截至目前,央企围绕重组、改革的动作主要集中于央企与央企的合并或部分资产整合。

在奥瑞金参与中粮集团混改的同时,辽宁民企中泽控股集团股份有限公司(下称“中泽集团”)11月9日与中钢集团在北京举行了吉林炭素有限公司混改成功暨管理权移交仪式。交易资料显示,吉林炭素原系中钢集团旗下中钢股份全资子公司,今年 11 月 4 日,中泽集团从中钢股份手中受让吉林炭素 3750 万元出资额,由此控制其 70%股权,中钢股份则退为第二大股东。

值得注意的是,上述吉林炭素成立于 2013 年 8 月份,系中钢集团对中钢国际重组之后置出股份公司的资产,承继了中钢集团旗下炭素业务,并非中钢国际前身吉林炭素。

近年来,位于沈阳市的中泽集团频繁涉足央企、国企股权改革,早期中泽集团还曾广泛参与地方国企的破产重组。去年,中泽集团曾尝试重组吉林铁合金集团,后者是吉林省冶金国有控股有限责任公司旗下冶金平台。今年 5 月下旬,中泽集团董事长于泽国还曾到吉粮集团考察调研,与吉粮集团董事长孟祥久试图就战略合作进行探讨,吉粮集团系吉林国资委旗下粮食运作平台。

## 混改方式思路不尽相同

一是参与央企混改,但奥瑞金与



彭春霞/制图

中泽集团的思路不尽相同,中粮集团与中钢集团实施混改的思路也存在区别。其中奥瑞金是参股而非控股中粮包装,可通过股权或潜在的董事席位对中粮包装施加部分影响,本身并不能左右中粮集团作为控股方对中粮包装近乎决定性的影响。反观中泽集团,对吉林炭素的人股行为系并表控制,此后中钢集团仅充当吉林炭素的财务投资者,吉林炭素也自此脱离中钢集团的控制。

乐观的观点认为,上述案例所折射出的混改方式将作为常态出现在后续多家央企、国企的混改进程中,尤其是奥瑞金入股中粮包装可能被更多的央企、国企所效仿。

总的方向是,一级央企集团持股比例过高的二级央企、三级央企存在稀释

国有股权的可能性,稀释的前提则是不影响原国资股东的控股地位及对人事层面的相对控制。”南开大学金融学院一位教授指出。

以中粮包装为例,中粮香港通过出让该公司约 27%的股权回笼资金 16.16 亿港元,但并不会以丧失对中粮包装的控股权作为代价。交易完成后,中粮包装仍是“中粮系”成员公司。目前中粮系资产庞杂,涉及食品、地产、粮油、乳业、金融等多个板块,每个板块均存在通过出让部分股权引入社会资本的可能性。

除非央企旗下某资产的变现价值高于持有价值,央企才会以双方都认可的价格让渡该资产的控股权。”上述南开大学教授指出,央企混改是相对概念,是否维系控股权并不是混改的核心。

历史上,中泽集团几度出手地方国企或集体企业改制,如辽阳市针织二厂、辽阳纺织厂、辽阳液件厂、营口针织二厂等,擅长控股并购及处理不被外界所看好的“包袱资产”。挂牌资料显示,吉林炭素去年营收 13.32 亿元,亏损约 4.8 亿元,盈利能力未见改善迹象。此外,吉林炭素去年年底资产规模 15.18 亿元,负债约 17.7 亿元,处于资产抵债的状况。

在此背景下,吉林炭素于今年 5 月底召开改制重组职工代表大会,彼时中钢股份副总经理王文军向外界透露了吉林炭素的重组计划,即引入实力雄厚的民营企业参与吉林炭素重组,试图将吉林炭素重组为“拥有央企背景的非国有控股的混合所有制新型企业”。7 月中旬,中钢股份在北京产权交易所公开转让吉林炭素 70%股权,最后被中泽集团摘得,交易作价约 3.5 亿元。

相比之下,中粮包装今年上半年营收及净利分别为 26.23 亿元、1.96 亿元,去年营收及净利分别为 52.97 亿元、3.46 亿元,目前中粮包装资产负债率约为 44.09%,系会计意义上的财务健康公司。

于是,中粮集团并未置出中粮包装控股权,目前也无任何迹象表明,中粮集团未来将舍弃中粮包装。推及其他央企,均存在优质、相对优质、不良、较差等不同类别的资产,若进行混改,可能会存在不同的处理方式。

## 民企接盘央企存隐忧

从商业运作方面来考量,央企以市场化方式聚焦优质资产,适度引入民资,而对不良资产则置出变现,显然无可厚非。但是,混改的推进会形成不容忽视的隐忧,即混改是否意味着大量民企将被鼓励接盘央企不良资产,而只能以财务投资的形式简单参与央企优质资产的重组?

诸如此类的隐忧已广泛存在,从目

前的央企、国企在各地产权交易所叫卖国有股权的情况来看,社会资本的响应并不是特别积极,尤其是不少包袱沉重的地方国企屡屡出现无人问津最终流拍的现象。实务中,相当一部分地方国企存在的包袱远不止于亏损、资不抵债等纯财务问题,还包括职工安置、人事纠纷、政企合一等更深层次的问题。

北京一家央企子公司的董秘告诉记者,央企资产的优质与否存在理解维度上的偏差,某项在财务上较差的资产并不一定完全不存在价值空间,不能忽略隐形价值。此处的隐形价值指的是央企在渠道、人脉、政策等方面的特殊能力,而这些能力恰恰是绝大多数民企在发展过程中难以回避的瓶颈。

央企在混改过程中处置不良资产,基本还是遵循市场化原则,如股份公司剥离不良资产交由集团公司回收,或者通过产权交易所挂牌转让,若最终有社会资本愿意接盘,也是市场化的解决方式。”上述央企子公司董秘称。

前不久,以微信为代表的社交媒体曾广泛传播有关央企、国企改革的内容,核心内容之一是质疑央企借混改之名行高位套现之实,最后被官方澄清。据记者了解,目前外界对于混改的理解依然存在理解上的争议,但从国家意志的角度而言,混改势在必行。

另据分析,混改试点至今,各方之间的博弈始终存在,这种博弈体现在社会资本接盘央企、国企资产时会全面考量接盘的成本及接盘后所面临的难题。如中泽集团控股吉林炭素后,势必要解决后者员工安置问题、债务清偿问题等。

此外,央企混改的路径也有望逐步清晰,奥瑞金入股中粮包装、中泽集团控股吉林炭素均是各行业龙头出资接盘央企相应资产,后期各行业的民企龙头参与央企混改的可能性显然比行业内一般的企业要大。

# 商品房库存压力加大 新一轮宽松政策或出台

证券时报记者 张达

国家统计局最新发布的数据显示,1-10 月,全国商品房销售增速回落,库存有所增加。业内人士认为,库存问题已经成为影响中国经济的困难之一,习近平总书记日前强调要“化解房地产库存,促进房地产业持续发展”,为房地产调控指明了新方向,接下来新一轮宽松政策或将出台。

数据显示,1-10 月份,商品房

销售面积 94898 万平方米,同比增长 7.2%,增速比 1-9 月份回落 0.3 个百分点;销售额 64790 亿元,同比增长 14.9%,增速回落 0.4 个百分点。10 月末,商品房待售面积 68632 万平方米,比 9 月末增加 2122 万平方米。其中,住宅待售面积增加 1180 万平方米。

国家统计局投资司高级统计师李皎认为,商品房销售增速回落的主要原因是非重点城市商品房销售增速回落,拉动全国销售整体下行,

而重点城市商品房销售面积增速与 1-9 月份持平,是市场稳定器。另外,大型住宅销售增速回落幅度较大以及今年 1-10 月份基数比 1-9 月份明显上升也是影响因素。

易居研究院副院长杨红旭也认为,商品房销售增幅收窄属于基期值提高,所以数据钝化,应属于统计方面的问题,其他指标并无明显趋弱。

不过,亚豪机构市场总监郭毅则认为,库存再度走高提示整个行业的系统性风险加大,如果这样的

现象长期持续,房贷违约、房企资金链等风险都会上升,化解房地产库存”也是未雨绸缪之举。

习近平总书记和李克强总理都说要去库存,救市还会继续,怕啥?”杨红旭说。

郭毅也认为,接下来新一轮宽松政策即将出台,降首付、减税费、提高公积金贷款上限等常规手段都将得到充分运用。

中原地产首席分析师张大伟进一步指出,未来的政策储备包括:加

大棚户区改造力度,来对冲房地产投资下滑对上下游产业以及宏观经济带来的负面影响;信贷政策继续宽松,继续降准、降息,非限购城市商业贷款首付继续降低;户籍制度改革,降低工作居住证落户难度,在未来以人为本的城镇化的总方针下,购房落户政策将在更多城市得到演绎和深化;调整普通住宅界定标准,降低税费;放缓房产税落地;继续释放规划政策红利;直接购房减免税费增加补贴;降低房企融资难度;减少土地供应,减少保障房供应等。

## 房地产去库存的五大方向

据报道,中央财经领导小组组长习近平 11 月 10 日上午主持召开中央财经领导小组会议中指出,“要化解房地产库存,促进房地产业持续发展。”只有 18 个字,但意义很大。去库存很容易理解,只要知道哪里库存多,释放政策红利即可,但促进房地产业的持续发展,到底有什么办法?

目前市场上库存状况普遍不乐观。数据显示,全国商品房待售面积持续增长,住宅待售面积略有减少。9 月全国住宅待售面积较前期高位 4 月下降 1.6%。在中原地产监测的 21 个城市中,11 个城市 10 月库存量较上半年末有所增加,从消化周期来看,三成城市超过一年。

库存问题是一个分化的数据:目前一二线市场在 2014 年“930”一系列刺激下,库存数据压力有所缓解,压力大的主要体现在三四线城市。

库存危机的另一大担心来自新开工降幅有所收窄。9 月房地产开发投资额累计同比增长 2.6%,其中住宅投资额仅增长 1.7%。分地区来看,西部地区表现最弱,而东部地区表现相对较好,这主要由于东部地区房地产销售情况明显好于中西部地区。

基于此,房地产未来去库存应当在哪些方向上努力?

首先,信贷政策的继续宽松仍然显得必要。从去年以来,降息通道已经全面打开,从 2014 年 11 月未开始的本轮降息通道看,6.7 次降息后,百万房贷 20 年利息减少幅度高达 22.57%。资金流动性的宽松对购房需求的提升有直接作用。

其二,直接购房减免税费和增加购房补贴。这一思路在部分城市已经实行,比如郑州市政府此前宣布,相关家庭若自愿放弃保障房购房资格,转而购买普通商品住房,将对其购房 90 平方米以内部分给予每平方米 800 元的补贴。

其三,降低房企融资难度。目前看,仅 10 月份就有 12 家企业发布内地公司债或非公开发行股票,募集资金总额达到了 470 亿,国家在融资端为开发商释放流动性的节奏在加快,考虑到融资成本的逐步降低,预计越来越多的房企会进行债权类融资。

其四,棚户区改造为去库存提供了新的需求端。2015 年“两会”政府工作报告中明确将“稳定住房消费”列为加快培育的六大消费增长点之一。在房地产开发投资增速持续走低的背景下,国务院决定进一步强化城镇棚户区改造,并提出实施三年行动计划。

其五,伴随全面二孩政策实行后加快户籍改革。户籍制度的优化将降低工作居住证落户难度,即使在限购执行严格的城市,工作居证的办理难度也有望降低。在未来以人为本的城镇化的总方针下,购房落户政策将在更多城市得到演绎和深化,也将有利于新增户籍人口的购房需求。(蒙湘林)

## 新型交割制度引入国内期货市场

在市场运行发展中,交易所还不断通过制度创新从而实现服务方式的创新,增强对企业的服务能力。在此方面比较典型的是在油脂油料品种上推出的立足于集团经营的“仓单串换”业务,在服务整个产业企业的同时增强了对中小微企业服务的力度,这是继厂库交割制度在豆粕品种上首次引入国内期货市场后,大商所在行业进行的又一制度和服务方式创新。

长期以来,由于交割库分布于不同区域而产生的异地接货问题长期困扰着饲料企业等下游中小微企业参与期货交易、交割的积极性,为有效解决这一问题,增强中小微企业市场参与的便利性,大商所于 2013 年 12 月创新推出仓单串换业务试点。

仓单串换业务是指客户在通过交割买入集团所辖交割库的仓单后,通过与集团签署串换协议,客户可实现异地提货或由集团为其注册该集团其他交割库的仓单。大商所于 2013 年 12 月在豆粕品种试点集团内厂库仓单串换业务,随后又分别于 2014 年 7 月和 11 月启动了两期串换试点业务,其中将豆粕品种串换试点进一步扩容;在 11 月份启动的豆油和棕榈油串换业务中,实现了豆油的品质串换、仓库提供串换服务等。今年 9 月,大商所又与集团企业联合

推出了新一期的豆粕、豆油和棕榈油“仓单串换”业务,增加了油粕品种串换主体,增添了交割月仓单串换申请次数,串换费用的降低幅度达 1/3,实现了现货报价常态化。市场人士表示,这一制度创新降低了饲料企业等中小微企业客户对交割地点不确定性的担忧,使相关品种客户参与结构进一步得到优化,能够促进中小微企业企业积极参与,在助力其风险管理水平提升同时,也使市场力量得到更好平衡,促进了市场价格发现功能发挥。

据数据,制度实施以来,饲料企业在交割买方客户中的比重大幅增加,1401、1403、1405 合约中买方饲料企业交割量所占比重达到 64%、71%和 100%。而随着“仓单串换”业务范围扩大,期现价格到期收敛情况得到明显,如豆粕远期销售基差大幅降低,从 2015 年 9 月的远期销售基差合同中看,平均基差已从 2013 年的 200 元/吨左右下降到 100 元/吨以下、且较为稳定,这在基差定价模式在市场运用日渐成熟的背景下,更多中小微企业能够参与到市场风险管理中来,为企业稳定经营打开了空间。

在市场运行发展中,交易所还不断加强交割库管理、优化交割库布局,提升市场运行效率。2007 年 12

月,大商所调整豆粕仓单管理模式,由不对库管理调整为对库管理。为适应现货市场的变化和期货交割需求,大商所多次扩大油粕品种交割库容、优化交割库布局和结构,为在黄大豆一号产区黑龙江设库,解决了困扰期现货市场十余年的问题,目前,产区交割量占总交割量一半以上。此外,大商所调整豆粕品种指定交割库 13 次,豆粕品种 8 次,棕榈油品种 8 次,增设了物流优势明显、服务能力强的仓库,根据业务需要调整了部分交割仓库资格,提升了交割仓库整体资质水平,保障了期货市场稳健运行和产业服务功能的发挥。

紧密围绕现货市场实际,服从市场未来发展趋势,并适应期货市场运作规律,是大商所制度创新的根本出发点。大商所相关人员表示,未来油脂油料市场将继续成为期货市场创新的重要实验场,进一步努力促进市场服务水平和效果的提升。如“仓单串换”方面,将研究由集团内向集团间、集团外延伸的可行性,并促进将串换商品品质由期货交割标准品扩大到更多的不同类型的产品,拓展串换品质的范围;同时,交易所还正在推动黄大豆 2 号合约及相关制度的修改,以有效激活黄大豆 2 号合约,进一步完善油脂油料市场风险管理工具。(CIS)